



日本記者クラブ研究会
「2008 年経済見通し」

ことしの日本経済 「焰はごうごう 釜はぐらぐら」

ロバート・アラン・フェルドマン
モルガン・スタンレー証券経済調査部長

2008 年 1 月 30 日

日本の全く存在がないということではないのです。
「不在」ではない。「文化財」なのです。
つまり自然博物館でいうと恐竜ですね。
「日本はなぜ絶滅したのか」というような話ばかりが出るのです。
あるいは日本から得られる教訓は何なのか？
それをアメリカが使えるかどうか？…そういう話です。

©社団法人 日本記者クラブ

本日は、経済の話ということですが、話のタイトルは「焰はごうごう、釜はぐらぐら」となっています。これはシェークスピアの「マクベス」からとったものなのですが、どういう場面かといいますと、マクベスが王様を殺そうと魔女たちのところへ行って「うまくいくかどうか」と聞きに行きます。魔女たちは「焰はごうごう、釜はぐらぐら」と言いながら占いをする。場面の雰囲気は「これから怖いことが起こるぞ」というものなのですが、そういう意味でこのタイトルをつけたのです。

では、何が怖いかということですが「経済が悪くなる」ということも、もちろんあります。ですが、2週間前に欧米の投資家による集まりがニューヨークでありまして、私も行ってきました。ほとんどが北米の投資家だったのですが、その中で日本がどういう存在なのかということを知る機会がありました。全く存在がないということではないのです。「不在」ではない。「文化財」なのです。つまり自然博物館でいうと恐竜ですね。「日本はなぜ絶滅したのか」というような話ばかりが出るのです。あるいは日本から得られる教訓は何なのか？それをアメリカが使えるかどうか？・・・そういう話です。

廊下で友人に会うと、「日本はどうなの？」と聞かれるのですけれども、私の答えは「いやあ、ちょっとよろしくないよね」ということになる。それに対して、友だちは「そうですよね」とは言わないのです。「おもしろいことがあったら電話して」と言うのです。

日本の株価が安い。バリュエーションからいうと安い。いい企業はたくさんあるということはわかっているのですが、何がきっかけでいつ動くかということが誰にも分からない。ですから、「自分で探しに行かないけれども、何かあったら電話してください。待機しています」というわけです。

本日は、日本が何をしたらまた復活するのか、あるいは復活するというメッセージを発信できるのか、という話をさせてもらいたいと思います。

民間住宅投資がマイナス

海外要因、国内要因に分けて話すべきだと思いますが、まず少しだけ数字の話をしたしたいと思います。これ(資料①)は弊社の現時点での日本経済の予測です。年度ベースで見ますと、2008年度のGDP成長率は1.1%しかないということです。ご存じのとおり、政府は2%と言っています。どこが一番違うかといいますと、弊社の場合は、民間住宅投資がまだマイナスだということです。政府は、かなりV型な回復と言ってます大丈夫でしょう、ということをやっていますが、我々が担当アナリストたちの話を聞きますと、「そう簡単に回復することはない」と言われるのです。新しい建築基準を導入することは悪いことではないのですが、それをチェックする人たちが足りないというように、さまざまな障壁がありますから、回復するのはかなり遅れるだろうと思っているわけです。

前年同期比でプラスになるのは、多分、ことしの7～8月でしょうが、昨年、4割ダウンという月に比べて上昇したということですから、いいことはいいののですが、そんなに回復しているということではない。いずれにしても、住宅はかなり時間がかかると思っています。

そうしますと、ほかの項目をどのようにみるかということが大事になります。一つは消費です。消費が回復しないから日本経済はよくなりません、と言われていますが、民間の消費支出の0.8%しか入れてないのです。若干外需とか設備投資からの収入が入ってきて、それを使おうということではないかと思いますが、飛躍的に消費が伸びるような状況にはなっていないと思います。

消費が伸びない構造的な要因として、特に団塊世代の引退によって賃金が伸び悩んでいるという状況があります。所得が伸びないということです。厚労省の計算によると、60歳とか定年になると、平均で年収が2割5分くらい減るということになっています。労働市場の需給が若干逼迫しているので、年収は2割5分ではなくて2割とか、

思ったほど下がらないかもしれませんが、低下は低下ですから、おそらく個人消費は伸びないのではないかと、というのが結論です。

設備投資のニーズは大きい

設備投資に関して、私はそれほど悲観的ではないのです。2008年度で4.1%、2009年度も同じ4%という数字を入れています。なぜ楽観的に見ているかといいますと、これも人口動向と関わるのですが、労働者のかわりにいろいろな設備投資をしなくてはならないということです。機械をたくさん入れるということは、もちろんあるのですけれども、それに加えてもっといい機械を使わないといけない。

皆さん、お使いになっているかわかりませんが、私も最近、「ブラックベリー」という携帯情報端末を使うようになりました。欧米で非常にはやっているといわれていますが、日本でもようやく使えるようになりました。これは生産性向上のための道具ですね。そもそも日本で先に開発されたドコモのような電話があったにもかかわらず、企業がそれを生産性の道具として使わなかったということは、本当に残念だと思います。

ブラックベリーを使うとものすごく仕事の効率が上がります。海外との連絡、国内の連絡、会社のEメールが入っています。だれがだれに何を話しているかということがリアルタイムでつかめます。タクシーの時間に使えます。私がこれを導入することを聞いた部下が「24時間勤務ですか!?!」と言いました。私は「いや違います。これで睡眠時間が長くなりますよ」と答えました。これがあると時間を有効に使えるのです。

この前、3週間の出張に行きました。東京→ロンドン→ニューヨーク→ボストン→サンフランシスコ→シドニー→シンガポール→香港→東京という回り方をしましたのですが、どこへ行ってもワイヤレスでこれが使えたのです。会社とのEメールもそのままやりとりができたわけです。

これから日本もこのような技術を応用して設備投資をしないといけないというニーズがありますから、これからは相当設備投資が強いのではないかと思います。

農業改革もそうです。井関農機のミカンの仕分け機械は非常に面白いですね。ミカンの仕分けを人間がやると(それをやる人間はいないのですが)大きさ・色・形などはわかるのですが「甘さ」はわからない。しかしこの機械は甘さがわかるのです。超音波を使って、どれくらい甘いかということもわかるのです。だから、非常にうまく人間のかわりになるような労働設備ができる。だから、それに関して4%の設備投資が続くと思っています。

外需はまあまあですね。米国は前半マイナス、後半は若干回復すると思っていますが、気になっているのは、やっぱり円相場です。これはサブプライムから派生する、日本に一番大きくかかってくる問題ではないかと思っています。物価はどうか？ここではCPI、コアのほうはゼロより若干高い水準かなと思っていますが、これでもぎりぎりセーフということで、もしかするともっと悪くなるリスクが大きいのではないかと思います。

では、この予測の前提ですけれども、ここで見るように、2008年度108円という前提で、すでにそうなっています。そうすると、若干円高リスクもまだありますから、これは日本経済全体にとって若干ダウンサイドでしょう。

原油価格は、いまの水準から若干下がるだろうと予測しています。78.4ドルという原油価格をみていますけれども、割と下がってくれないし、前提までこないで、ちょっとこれも気になるところです。

サブプライム問題の見方

さて、海外問題、国内問題に分けて話しましょう、と申しあげましたけれども、まずサブプライム問題をどのようにみているかということです。

このグラフ(資料②)は非常におもしろいと思います。一番左側は、フェデラル・ファンドと1カ月物金利。昨年7月の問題が発生するまでほとんど格差はない。ぴったりだったのです。問題が発生して大きく開いて、格差が広がったり縮んだりしてきたのですが、いま初めて逆になっています。

これはちょっとおもしろいのです。なぜ1カ月金利がフェデラル・ファンドより低いかというと、フェデラル・ファンドはさらに下がると思われているからです。今回、25bpか50bpかわからないのです。おそらく50bpではないかと思うのですけれども、若干市場の問題がおさまってきているということは読み取れます。

これはいいことですが、この問題の本質が金利を下げて解決できるのかということ、だれもそうは思っていないのです。こういう問題を解決するには、日本の問題と全く同じですけれども、流動性供給はもちろん必要ですが、不良債権の処分も必要です。流動性供給は連銀が非常に頑張っているということではないかと思います。しかし、不良資産の処理が果たして進んでいるかといいますと、あまり進んでないのではないかと思います。

「3人のばか」の話

資料②の右側にちょっとした項目を入れています。まずどこが間違っていたのかということです。昔のコメディアンで「3人のばか」というのがいましたけれども、今回のサブプライム問題も“3人のばか”ということで分析してもいいのではないかと思います。すなわち、お金を借りた方(債務者)、自分の能力以上に借りたという、ちょっと変な行動をとった人が結構いるそうです。

私のある友人が、9月あたりの話ですけれども、次の話をしました。東海岸のサウスカロライナ州でゴルフをやっていた。18ホールが終わって、キャディーさんが友人のところにやってきて次のような会話になった。

「ちょっと話をしたいですか」「いいですよ」「私は家を5軒買ったんですけれども、値段が崩れそうなのです。いま売ったほうがいいんですか？」ということを私の友人に聞きました。

友人は「5軒買ったとおっしゃいましたが、でも、頭金はどれくらい出したんですか？」と聞きました。「それがないんです。頭金一切なし」「そうですか。それは厳しいですね。じゃあ、どこで買ったんですか？」「アリゾナ州です」。アリゾナといえば西海岸に近いところです。サウスカロライナのごく普通のキャディーさんが、アリゾナで住宅5軒を頭金なしで買ったというのです。「じゃあ、これは富裕層の住宅、しっかりできたものですか？」「それが・・・私は見たことがないんです」というわけです。

見たこともない住宅を5軒も頭金なしで買ったということです。こういう人を果たして救っていいのかということは、ちょっと問題ですね。だから、借りたほうが愚かだという部分もあったと思います。それでは債権者はどうか。我々も入れてですけれども、債権者がそういう人たちに対して、特に情報を得ずにお金を貸したということも、ちょっとばかなことですね。「貧しい人にお金を貸さないというのはだめだ!」ということをして、貸したという部分もあるのですけれども、そういう失敗は、やっぱりひどいなと思います。

もう一つは監督者の失敗です。金融庁とか、アメリカの監督の資料をみてみますと、債務者、債権者の失敗はいろいろ書かれていますけれども、監督者の失敗はあまり書かない。でも、監督者もよくないのです。やっぱりこういう行動をとっていたということに何も手をつけなかったということは、監督者の失敗です。

ですので、こういう問題は、金利を下げて解決される問題ではないのです。むしろ、資料②3番目の「倫理の欠如をどうするか」ということが、いま一番大きな問題ではないかと思います。

幸いなことに、20年前の失敗に比べて今回は進歩があるといえると思います。例えばB I S規制によってどれほどの資本が必要かということは割とはっきりしています。足りている、足りていないということも情報開示していますから、不安がその分少ないのです。資本市場がかなり大きくて、しっかりした企業であれば、取らないといけないところは取れる。しっかりしていなければ、それはすぐ売り買いされ、取れない。で、倒産です。どこか違うところにビジネスをとっていただく。そういうことは割とはっきり早くできるようになっているから、資本市場は、20年前のアメリカの失敗の時代に比べてよくなっている、ということはいえると思います。

他国への影響

では、実質経済に対する影響がほかの国に波及する度合いはどれぐらいか？いわゆるデカップリング(非連動性)ですが、住宅市場に対する影響は、少なくともあと6カ月ぐらいかかると思われます。いまの住宅在庫は何カ月分あるかというと、約10カ月です。住宅価格がもう下がらない在庫はどのぐらいなのかということ、過去の水準をみますと、大体5カ月分です。

そうしますと、5カ月分の在庫を処分するまでどのぐらい時間がかかるか。専門家の話を聞きますと、少なくとも6カ月かかると言います。そうしますと、早くてもことし後半には回復とか底打ちということになります。ですが、2年、3年ということではないのではないかと思います。もちろん個人消費は影響を受けます。景気後退も波及効果がありますから、これは相当厳しくなる可能性もあります。

2週間前の投資家会議では、ことし1%成長という弊社の予測(いわゆるソフトリセッション予測)については、ほとんどの人が賛成だったのですが、日本と同じように、リスクはほとんどダウンサイドだということをもちろん思っています。

「そういう中であまり株を買う気にならない」という人が結構多かったのです。

では、ほかの地域に対する波及効果はどうか。いわゆるデカップリングがあるかないかということですが、南米に対しては、かなり厳しいのではないかと弊社の担当者がいっています。簡単にいいますと、南米は実体経済も金融市場もかなり北米と密接な関係があるからです。

欧州に関しては、いま市場が思っている以上に悪いだろう、というのが担当者の考え方です。基本的に欧州中央銀行(E C B)の反応が遅いのではないかという見方があるからです。E C Bと米国連銀を比較しますと、法律的な根拠が全然違うということが非常に大事なポイントです。ご存じのとおり、米国連銀は雇用も物価も考えないといけないという法律になっていますが、E C Bのほうは条約でできているもので、目標は物価安定しかなのです。「物価安定です」ということをE C Bが考えて、物価が上がっているときに利下げは非常にやりにくいのです。いろいろ言い訳をするということは可能ですが、やりにくいのです。

そうしますと、米国の悪化が欧州に波及して、欧州の実体経済が悪化している中、エネルギー、穀物などの問題があって若干インフレになっているから、連銀が反応しにくいところがあります。これは一つの大きな問題でしょう。

もう一つ、あまり公に議論されてないようですが、資本が十分あるかどうかということに関する問題が最近議論されています。すなわち、サブプライムをいっぱい買った欧州の銀行は、まだ全部出していないのではないかと、資本が本当に足りるのかという心配が、投資家の間にかかなりあります。

米国は、まあ、いっぱいとらないといけないことは理解されていますから、次の段階へ行く準備が一応始まっているのですけれども、欧州はちょっと遅れています。そうしますと、いま市

場が思っている以上に欧州が米国の悪化から悪影響を受ける可能性もあるのではないかというのが、モルガン・スタンレーの考え方です。

アジアへの影響は小さい？

アジアはどうか？アジアは欧州、南米と違って、やっぱりインフラ整備の国内需要、消費がグリーンと上がっていくような成長段階になっていますから、米国から悪影響を受けにくいところもあります。ですから、確かに100%デカップリングではないけれども、ほかの地域に比べてアジア、すなわちインド、中国、東南アジアは大きな影響を受けないのではないか、というのが現時点での見解です。

では、日本はどうかということですが、もちろん輸出業者が悪影響を受けます。米国が大きな不況になった場合、中国にも悪影響が行きますから、日本の対中輸出も悪影響を受けます。ですが、輸出よりも金利と為替の影響が大きいのではないかと考えています。

これはなぜかといいますと、やっぱり日銀が金利を下げる余地がほとんどないからです。これだけ連銀がドーンと金利を下げて、日銀はほとんど下げる余地がないから、さらに連銀が下げることであれば、これはもちろん円高要因になります。日銀は何もできない。下げたとしても、ゼロ金利に戻ってもゼロですから。50ベースしか下げられないので、円高になりやすい状況ではないかと思っています。

日銀も、ちょっと状況がわかりにくいところもあるのですが、どうもいまでも下げたくないのではないか、という感じがします。実は数週間前、日銀の友人と話をしました。結構影響力のある友人ですが、「日本の指標は悪いんですね。賃金が上がらないんですね」という話だったのです。これはちょっとずるい話の持ち出し方だったのですが、「そこまで指標が本当に悪くなって、賃金が悪い中、とても利上げはできないということだけではなくて、次のステップは利下げでしょう

かねえ」といいました。彼はびっくり仰天で、「そんなのはないんです。50ベースしかないでしょ！」という反応だったのです。下げたくないという部分もあるから、これも若干円高雰囲気強くするのではないかと思います。

あと二つ、ちょっと変わった点もあります。一つは、**資料③**にありますけれども、外貨準備高が高いのです。どれくらいが必要かということを経算しますと、いろんなやり方があるのですが、高く見積もっても2500億ドルです。それなのに1兆ドルに近いお金を持っています。

そうすると、円高になりかかっているときに、もし日本の財務省が果敢に「介入します」ということを言って実施した場合、欧州からも米国からもかなり風当たりが強くなるのではないかと思います。

それは議論すればいいところですが、もちろん市場はそういうことを見えています。穏やかな子供は、親はけんかしない方がいいという原則と同じで、当局たちがけんかしているときは、市場が何をすればいいか自分でわかるのです。そうしますと、そういう円高をとめるような介入はしにくい環境だということを市場はわかっていますから、もう少し円高を試してみるということがあってもおかしくないと思います。

もう一つ、非常に大事なポイントですが、ここ2カ月ぐらい、日本国内の雰囲気が変わったということがあります。というのは、輸出業者が円安で得するということはよく知られていますが、中小企業は輸入集中的な生産をやっているのです。すなわち、エネルギー、穀物など商品市況が上がっている中、果たして120円とか、そういう円安が日本全体にとって正しい水準かという議論が最近、霞が関、日銀、財務省などで議論されています。ですので、エネルギーとか石油が90ドルというときは、120円ではなくて100円とか、そういうのがいいのではないかという議論になってくると思います。

2週間前の出張でも私も感じました。120円であった昨年のお出張に比べて、ことしは、やっぱり買い物をしたいと感じます。だから、穀物問題、エネルギー問題によって円相場の議論が影響を受けて、さらなる円高があってもおかしくないな、ということではないかと思います。

原油価格が下がらない

さて、エネルギー問題です。いくつか言及しましたが、弊社の予測の中で原油価格が90ドルから70ドルぐらいに落ちてきます、と公表しています。これはもちろん専門家が出して、特に短期的な在庫とか短期的な需要を使って出している予測です。私はそこまで細かく在庫などを分析しないから、短期的なことはわからないのですが、長期的なことを考えますと、原油がなかなか下がらない状況ではないかと思っています。

資料④では「Hubbert 理論」という考え方を紹介しています。ご存じの方もいるかと思いますが、ハバートさんという地質学者は、もう亡くなっていますけれども、彼が1956年に非常におもしろい論文、「石油分析モデル」を発表しました。ハバートさんは、もともとシェール石油の研究所にいた人です。シェール石油にとって当時、米国内、すなわち、アラスカ、ハワイ以外の州——当時、州ではなかったのですけれども——48州の中、原油生産はいつピークを打つかということは相当大的な話題だったのです。彼がここに書かれたモデルを開発して予測を出しました。原油生産は総埋蔵量をとるわけですから、ピークを打って、その後下がってくるという生産の形になるのではないかということをもって、「正規分布」を使ったらどうかというモデルを組みました。正規分布の形で原油生産が行われるのだらうということです。

分析の曲線の下にあるのは、確率ですとももちろん100%です。この域を足していきますと100%になります。原油の分析ですと、同じ域を足していくと総埋蔵量になります。地質学者として総埋

蔵量はいくらあるかという推計を入れて、こういう形ですという前提を置いてそれまでの生産に合わせて曲線を描きます。

そういうモデルを組んで予測を出して、ピークが70年代前半だという予測を出しました。これは見事に当たりました。原油市場でこういう予測を出して当たるということは、相当すごいことです。このモデルはすごい実績があると思います。

石油とトウモロコシの違い

もちろん反論はあります。例えば、これは経済学じゃない。値段が上がると生産量が増えるという反論があります。例えばトウモロコシの値段が上がると、トウモロコシを生産する人が多くなる。それが経済学でしょうというわけです。値段が上がったら何でもっと生産しないのかと。これはわかるのですけれども、何千億年前までさかのぼって値段が上がるといことはありません。決まった量しかないから、値段がいくら上がっても供給が増えないことはあります。

もちろん同じ油田からもっととるという技術が開発されるでしょうし、新しい油田を探すということもありますが、なかなか最近みつかってないのです。さらに、いつ油田がみつかったかということを見てみますと、必ずしも石油の値段が高いときではないのです。30年代、サウジの大きな油田がみつかったときは、実は原油価格が低いときだったのです。最近、ブラジル沖で大きなものがみつかったということがいわれていますけれども、それは正しいとしても、量的にどれくらいなのかということを考えると、大したことがないのです。

例えば10億バレルの原油がみつかったとします。見つけた人は大金持ちになりますよね。おいしい料理も食べられる。しかし「10億バレル」というのはどの程度の量なのか？ 毎日世界がどれくらい使っているかを考えると、大した量ではな

いということがわかるのです。毎日世界がどれくらい使っているかという、現時点では毎日8600万バレルです。10億バレルは大体12～13日分です。ブラジル沖に200億バレルとか2000億バレルがあったとしても、数年間分ですよね。ですので、見つかったとしてもそんな大きな量とはいえない。

加えて、市場に出るまですごい時間がかかります。きょう見つかったとしても、市場に出るまでには少なくとも8年かかります。ですので、供給からいうと相当きつい。加えて需要が上がっています。

さっき8600万バレルと申しあげましたが、インド、中国、あるいはほかの途上国が成長すると、簡単に9000万～1億バレルになります。そうすると、代替エネルギーをどうやって開発するかという問題が大きくなってきます。すなわち、エネルギーが当面下がらないだろうということが一つのポイントです。それはバッドニュースです。

日本の省エネ技術はすごい！

しかしグッドニュースもあります。日本はどうまくエネルギー政策をやった国はほとんどないのです。最近、ブラジルはエタノールで頑張っていますけれども、日本はものすごいことをやってきたのです。私が2回目に日本に来たのは1973年ですけれども、当時、日本は毎日、約500万バレルの原油を使っていました。いまはどれくらい使っているかという、425万バレルです。減っているのです。35年間たっても使っている量が減っているのです。

これはなぜかと分析をしますと、ほかの鉱物燃料、特に天然ガス、石炭などをもっと使っている。あるいは核燃料、原子力を使っているということもありますし、節約がものすごいということもあります。GDP 1単位当たりのエネルギーの生産性が毎年1%改善してきたという計算もできます。これは相当すごいのです。ですので、日本が

こういう実績を上げたということはすごくグッドニュースで、これによって開発される技術はたくさんあるし、もうかるチャンスがあるということのを忘れてはいけないなと思います。

次は穀物です。穀物はなぜ高いのか？単なる天候の悪化なのか、それとももうちょっと長期的なことが起きているのかということです。**資料⑤**にいくつか載せていますが、むしろこの言葉よりも方程式で整理したほうがわかりやすいのではないかと思います。本日は、皆さんの顔をみますと、ゆとり教育が始まる前の方が多いということで、すから、ためらわずに方程式は使えます。

穀物価格のこれから

資料⑥の上に穀物（グレイン）の需要と供給が均衡するということが書かれています。2行目は需要と供給を分けて載せた方程式がありますけれども、まず右の供給をみてみましょう。非常に単純です。穀物の供給は、土地面積（農地）、どれくらい農地を使っているか×1単位当たりの穀物の生産、すなわち生産性です。イールドともいうのですけれども、「生産性×土地面積」です。

いま、どうなっているかといいますと、世界中どこを探してもほとんど新しい農地はありません。では、どうするのか？これは生産性を上げるしかない。では、生産性を上げる余地はあるのか？あります。2種類のやり方があるのですけれども、一つは組みかえ技術とか、そういう新しい科学を使うことです。これでもうかっている企業はあります。

もう一つは、すでに開発されている技術をもっと広く使おうということです。驚いたことに、インドの小麦のここ数年間の生産性、すなわち1単位当たりの生産性をみてみますと、減っているのです。なぜ減っているかという治水が悪いからです。だから、インフラをもっとうまく整備すれば供給をふやすことはできるのです。インドも輸出禁止をかけているぐらいまでこの問題が悪化

していますから、これは供給側から相当ビジネスチャンスがあるのではないかと思います。

では、需要はどうか。これはちょっと複雑ですが、「P」はポピュレーション（人口）です。私が生まれた1950年代前半は、地球の人口が約20億人だった。2000年は70億人足らずのところだったのですが、1950年から2000年までの間、農産物の輸出価格は実は下がっていったのです。地球に50億人も人口が増えたのに、なぜ実質価格が下がったのか？生産性が上がったわけですが、いたいのは、人口が増えたから農産物の価格が上がったということではないということなのです。むしろ1人当たりが食べている、あるいは使っている量が急に上がり出したということです。

そこで、「M」は肉とエネルギーの記号です。すなわち1人当たり食べている肉、あるいは使っているエネルギーが上がりました。追加的に生まれてきた50億人は、ほとんどお金のないところだったのです。そうしますと、肉を食べる量、エネルギーを使う量はあまりなかったのですが、もう新興経済国になっているわけですから、急にエネルギーの需要及び肉の需要が上がっています。そうすると、1人当たりの肉を食べる量、エネルギーを使う量はグーンと上がっています。もちろん人口も上がっているのですけれども、「M/P」がグーンと上がっています。これは相当なペースで続きます。

そうすると、長期的な問題として、どこで穀物価格が均衡するかということですが、相当高くないと市場が安定しないということです。すなわち、需要がグングン上がっている中、供給が増えるまで時間がかかります。当然、穀物の価格が高くなります。これはいろんな分野に大きな影響を与えます。

ところで、牛肉100 g 当たり、どれぐらいたんぱく質が入っていると思いますか？ 答えは、(牛肉の種類にもよりますが)17~19 g ぐらいです。では大豆100 g あたり、どれぐらいたんぱく質が

入っているか？ 答えは、食料成分表によりますと、33 g です。では、次に100 g の牛肉をつくるには大豆をどれぐらい飼料として使っているのか？ 答えは、少なくとも1 kg です。

そうすると、330 g のたんぱく質を犠牲にして17~19 g をとっているということになる。美味しいには違いないけれど、新しい価格体系の中でいままでのそういう消費をやっているのかということが問題になります。

食料品業界が変化を迫られている

こうした中で食料品業界は、いままでの価格体系を大きく変えないといけないのです。これは食料品業界だけではないのですが、**資料⑦**をみると、ある程度以上大きい上場企業で食料品業界と関連している企業ですが、営業利益率は非常にばらばらです。総資産利益率もばらばら。偏差値で同じ数字を書き直したのですが、すごい再編が待っている。これは価格体系が変わる前から、これからこの業界がますます大きく変わらざるを得ないということではないかと思います。

では、どういう形で変わるかということですが、かなり価格が変動するわけです。これはアメリカの話ですけれども、例えばベバレッジ製造をしている人たちは、大体コーンシロップを使っています。では、トウモロコシの価格がグーンと上がった結果、砂糖に変えようかという話が出たのですが、砂糖も上がっています。どうしようもない。ベバレッジメーカーが収益を下げて出すのか？値上げするのか？それとも使っている砂糖の量を減らすのか？そういう選択しかないのです。まあ、アメリカのベバレッジは甘過ぎるから減らしたほうがいいと思いますが、これは事業に相当大きな影響を与えるのではないかと思います。

日本の場合は、穀物はもちろん国の管理でやっているのですが、これも財政負担になってしまうのです。ことしの予算をみると、食料品管理の数字は昨年と07年度、全然変わらないのです。

リーズ・アンド・ラグズ(leads and lags)がありますから、それをどうするのか。ということがかなり問題ではないかと思います。あらゆる食料品と関連したところは変わってくるのではないか、ということも考えてもいいのではないかと思います。

農業改革の大チャンス

肥料はどうかという問題もあります。すごくびっくりしたのですが、トウモロコシをつくるときに肥料をたくさん使うそうです。大豆はほとんど使わない。そうしますと、トウモロコシの価格が一応沈静化してきて、普通になっておさまってきて、大豆の価格も若干下がるのですが、比率がもちろん変わって、農家の人たちは非常に素早くトウモロコシから大豆に戻ります。そうすると、肥料の需要がドーンと下がります。設備投資がいっぱいあって、肥料会社は大変なことになります。過剰設備になってしまう。これは株価に影響を与えます。いろんなリーズ・アンド・ラグズすると変なサイクルが発生することになるのではないか、ということがいえると思います。

とにかくこれも日本にとって、ある意味で農業改革をやる大チャンスだということではないかと思います。日本もおいしい作物をいっぱいつくれます。中国で非常に高い値段でリンゴが売れるといわれていますが、同じリンゴを中近東で売れば、中国の値段の2～3倍取れるという話も聞いています。私は、日本が北半球のニュージーランドになるのは夢ではないと思います。ただし大きな農業改革が必要だということだと思います。農業改革とか農業問題が国内の改革の一つのきっかけになれるのではないかと思います。

待たれる政界再編

次は国内のほうに移りたいと思います。さきほど北米の投資家の話をしたときに、ニューヨークタイムズの一面に載るようなニュースが出てこなければ、だれも日本には注目しないという話を

しました。いろいろな改革の話はあるけれども、どうも進んでいない。むしろ逆行しているのではないか、ということがよくいわれています。

では、国内投資家、海外投資家がどういうことを待っているのか。やはり政界再編に尽きると思います。そこまで日本が動かなければ、だれも信用しないのではないかということです。では、どういうシナリオがあり得るのか？果たして改革のほうへ動くのか、逆へ行くのか？そういうことも分析しないとイケないわけです。

資料⑧ではグラフを資料の中に入れなかったのですが、次のように分析しています。いまの政策議論には二つ軸があると思います。一つは経済哲学。すなわち、「大きな政府」でやるか、「小さな政府」でやるかということです。もう一つの軸は外交政策です。積極的にやるのか、消極的にやるのか。いろんな意見の組み合わせがあります。

しかし、国民のいろんな方々と話すと、大体3グループがあります。一つはいわゆる「オールドレフト」、つまり旧社会党っぽい人たちで、「大きな政府・消極外交」をする人たちです。もう一つはいわゆる「オールドライト」で、旧自民党です。すなわち、「大きな政府・積極外交」。3番目は、いわゆる「ニューライト」で、「小さな政府・積極外交」というグループです。「小さな政府・消極外交」ということをいっている人はほとんどいない。とにかくこの三つのグループがあります。

では、国民の気持ちはどうかというと、よくわからないのですが、大体三等分ではないかという感じがします。きれいに三つに分かれている。そうすると、二大政党をつくっても無理。三大政党が必要です。三大政党の中で連立を組むということになると思います。

いまの二大政党は、政党というよりも、政策的にいいますと、塊(かたまり)です。自民党はほとんど積極外交ですけれども、「大きい政府派」と「小さい政府派」がまざっています。民主党は、も

っといろんな意見がまざっています。

そうしますと、結局、次の衆院選がいつになるかわかりませんが、自民党は敗北に耐えられないと思います。昨年の参議院選挙でなぜ負けたかといいますと、どうしてももっと道路をつくってほしい人たちが選挙へ行けなかったのです。だから負けたのです。そうすると、自民党が今度の衆院選に負けた場合、従来の自民党の政治のビジネスモデルが崩れてしまいます。敗北に耐えられない。

では民主党はどうかというと、こちらは勝利に耐えられない。というのは、本当に政権をとったら、細川政権のように分裂するしかないということになるのです。国民はよくわかっているのです。ですから選挙後、だれが居残っているかということを見て再編が起こるのではないかと思います。

政界再編、三つのシナリオ

では、ニューレフト、ニューライト、オールドレフトの組み合わせで何があり得るのかということです。一つは、いわゆるニューライトとオールドライト、旧自民党と改革派が一緒になるけれども、改革派が主導権をとるということです。

ここで第一のシナリオは、**資料⑧**にある「改革派の勝利」ということです。どうしてこのようになるのかというと、指導者たちの顔をみればいいのです。例えば、前原・河野政権、あるいは小池・麻生政権のような政権が組まれたら改革が進むだろう、ということではないかと思っています。

2番目のシナリオは「大連立政権」です。小沢さんが福田総理と大連立の話をしたとき、国民はこれに反対ということを非常に強く言った。しかし永田町にいと、これはすごく魅力的です。やっぱり個人的なインセンティブを考えると、これはものすごく魅力的なのです。選挙に勝つというのは、相当大変なことです。国会議員は失業保険がないのです。落ちたら、もうどうなるかわからな

い。そうすると、みんなが同じ部屋に入っている取引をやって、全体像を決めて法律を通す。そうすると、次の選挙では、「みんなでやったんだよ、大人になってよ」と言って法律が通る。それが非常に強いインセンティブになります。ある意味で政界の方は可哀想だと思うのです。しかし、これではいい政策になりません。

3番目の可能性は「守旧派連立の勝利」で、旧自民党と旧社会党が一緒になることです。すなわち、横路・古賀政権。こういうことを聞く私のお客さんは、日本でも外国でもゾッとしますね。そんな可能性は考えたこともない。が、あり得る。実際にあったのです。村山・橋本政権です。

それでは、どの方向へ、いつ行くのかということとはだれにもわからない。どうやって投資スタンスをとるのか。スタンスは三つあり得ると思います。どういうお金を投資しているか次第ですが、一つはグローバルファンドで、特に日本にいらなくてもいいところです。そういうお金は日本に手を出さないというやり方もあります。

実は今回、アメリカへ行ったときに、州政府の年金基金のようなところを回ったのですが、最近では日本担当者しか出てこないのです。1年前はC I Oとか、全体をみるグローバルアロケーションをやっている人たちがミーティングに出ていたのですけれども、ことしは日本担当しか出ないのです。しかも、その日本担当の人たちは、自分の上司の愚痴ばかりいっています。「言っていることを聞いてくれない」と。

その人たちが何をしているかといいますと、いま、バイリスト(買いのリスト)を作っています。うまくいった場合、何を買うかというリストです。セルリスト(売りのリスト)はもう遅いです。バイリストを考えています。

もう一つ**資料⑨**で書きましたが、派生商品のポジションをとるということです。グローバルファンドの動きをみてみると、これはもうすでに始ま

っています。黒い線は悲観論的なところですよ。すなわち、プットオプションもコールオプションも両方買います。いつ何が起こるかわからない中、少しお金をかけて買って置いて、時間をほかの市場で使う。お金はかかりますが、安眠はできます。このポジションは昨年半ばごろから始まって、もうすでにかなりやっている人がいます。いま、そういうポジションをとろうと思ったら、オプションの価格からいうと高いのです。

ちょっと頭のいいお金が赤い線に乗りかえようとしているところです。私も実はそろそろこれを考えてもいいのではないかと考えています。どういうことかといいますと、まずプットオプションを売ります。すなわち、下がったら自分が払う。下がらなかったら自分はお金をいただく。手数料をいただくわけです。

プットオプションを売るということですが、でも、いただいた手数料を使ってコールオプションを買うわけです。すなわち、市場はこれ以上下がったら損、上がり出したら得、そういうポジションをとる。これは何がおもしろいかというと、お金がかからないのです。いただいた手数料を使ってコールオプションを買っているわけだから、ネットでお金がかかりません。コストはどこで出るかといいますと、睡眠をとれない。

果たして日本がうまくいくかどうかかわからないから、守旧派政権になった場合、また株が下がります。リスクがあります。ですが、そろそろプラスのポジションに乗りかえようとする人たちが出ています。加えて、あまりこのようなポジションをとろうとしている人はまだいないから安いのです。そろそろこれを考えてもいいのではないかと考えています。ここ（内幸町）から歩いて20分ぐらいの国会、あるいはここから歩いて20分の大手町へ行きますと、どうなるかわかるといいます。が、兆しは何なのかというと、やっぱり選挙と政界再編です。その結果、取締役会がもうちょっと元気を出して、さっき申しあげた食料品業

界でもそうですが、業界再編が進むかどうか、そういうところに日本の将来がかかっているのではないかと思います。

日本のメディアの問題点

あと一点だけあります。ガバナンスのことです。これは最近ではかなり議論されていますけれども、議論の中で無視されているところが一つあると思います。これはメディアのガバナンスの中の役割です。きょうはプレスクラブから招待をいただきましたので、あえてメディアの話をさせていただきたいと思います。

最近「あれは新聞情報でしょう」ということをいう人が結構います。その言い方を私が初めて聞いたのは政治家からです。叩かれる方がそういう表現を使うのはよくわかります。が、ちょっと一般化されていますね。これは危ないなと思います。

なぜこうなっているか。理想と現実を比較するとわかると思います。私は最近、米国のジャーナリストたちが書いた『ジャーナリズムの危機』という本を読みました。彼らによると、ジャーナリズムの世界には「十戒」があるそうです。その中で、私、多分三つが非常に重要ではないかと思っています。一つは「情報の確認」です。すなわち、確認された情報を伝えているかどうか。この本によると、本物のジャーナリストは、お母さんに「愛していますよ」と言われても確認する。もう一つは「客観性」です。だれとも癒着がない、客観的にいろいろみる、利害関係がないということです。3番目は「読者の利益」を考えて動くということです。取材相手ではなくて読者です。

では、現実はどうか。どの国にも問題はありますが、日本ではプレスとソースの人たちの間でかなりの癒着があるのではないかとされています。私もそう思っています。観測記事が多いのです。「関係筋によると…」という表現が多い。私は、そのような表現をみると、記者が操縦されているんじゃないかといつも心配します。

もう一つは、既得権益がメディアはまだかなりきついと思います。ある新聞社がいろんなものを持っているということだと、果たして大丈夫なのかと思いますし、規制に守られているところがあるのではないかとも思うわけです。これを言うときょう生きて会社に戻れるかわかりませんが、私は、新聞の再販制度は廃止すべきだと思ひ、日刊新聞法も外すべきだと思ひます。すなわち上場できるようにすべきだということです。実はできるのにだれもやらないのです。

断片的な情報しか記事に入っていないということもありますね。ある程度までそれは仕方がないと思ひます。が、現実と理想がちょっと離れているなという認識が国民に広がっているから、非常に心配しています。

金融記者の資格を作ろう

もう一つは、経済学がかわっている。さっき申しあげた本を読んだのですけれども、本当にいいジャーナリズムは労働集約的な商売だと思ひました。人間が歩き回って話を聞いて、想像してくっつけて、組み立てて記事を書くということです。どうしても労働集約的です。こればかりは、電気製品のように中国に送って組み立てて、また再輸入・・・というわけにいかないのです。

もう一点、さっきガバナンスの話をしたましたが、観測記事、特に企業収益についての観測記事が新聞に載ることがしばしばありますよね。情報を漏らしている企業もひどいと海外の投資家も私も思ひます。しかし載せている新聞も利用されているのではないかという印象がある。だから、企業のガバナンスをよくするために、プレスもちょっと考えていただきたいところもあります。

国のガバナンスもそうです。民主主義とジャーナリズムは「一卵性双生児」だと思ひます。同じお母さんから生まれている。一人が死んだら、もう一人も死ぬだろうということですから、私は非常に危機感を持っています。

そこで提案が二つあります。一つはプレスの協会が特に金融に関して資格をつくれればいいと思ひます。証券業界ではアナリストがレポートを出すときに、アナリストの資格を取ってないと出せないのです。それがチェック機能を果たしています。

では、プレスがプレスクラブを通して基準を上げようという意味で、特に金融関連の基準や資格をつくって、金融関連の記事を出している記者に資格を取っていただく、ということはどうでしょうか。

もう一つは、癒着をとめるために自分から進んで記者クラブを廃止するということです。官庁の方に「記者クラブは、癒着になるだけだから、やめさせたほうがいいんじゃないですか」と聞きますと、「私たちにはできませんよ」というのです。すなわち、彼らは癒着関係を保ってプレスを操縦できると思っているからです。やめさせたくないのです。その結果、プレスの信頼性が下がっている。つまり、プレスの側から「記者クラブは廃止しよう」と組織として言ったらいいのではないのでしょうか。

メディアも日本の再生に大きな役割を果たすということを期待していますから、あえてエコノミストの観点から、あるいは利用者の観点から提案させていただきました。

質 疑 応 答

司会・長谷部剛企画委員（日経） 目下の最大の経済を不安定にしているサブプライムの問題ですが、先ほど金利を下げるだけでは解決しないとおっしゃった。そのとおりだと思うんですが、それで、シティグループ、メリルリンチ、あるいはUBSもやりましたが、日本円で兆円単位の資本増強でも足りないというご認識なのだと思うのですが、そうすると、日本の不良債権処理のときのように、公的な資金による証券化商品の買取機関なり、あるいは場合によっては資本注入、そういったことまで必要なんじゃないかという議

論がアメリカにもあるようですが、その辺はどう
お考えでしょうか？

フェルドマン これも最近、米国でも議論され
始めているのですけれども、もう一回RTCをつ
くろうかという話ですね。RTCは、単に公的資
金を注入しただけではなくて、条件つきでやった
んです。すなわち、指導者たちとか社長たちのク
ビをいただいたうえで注入したということです。
アメリカ国民は大体そういうことが好きだから、
そういう条件でRTCをもう一度つくるといふこ
とではないかと思います。

日本の場合は、そういうクビをいただいて注入
することを決めるまでに10年かかったから、「失
われた10年」になったと思いますけれども、今回、
RTCをつくるということは、20年前の時代に比
べて、そう簡単ではないような気がします。

一つは政治的に動きにくい状態にあるという
こと。ブッシュ大統領が、もうすでにレイムダッ
クになっていまして、次ぎの大統領になる来年の
1月までの1年間、何もできない状況だということ
ですから、RTCをつくるということは政治的
にも動きにくい状況です。

蛇足かもしれませんが、今回、民主党も
共和党も、財政、出しましょうということで、ち
ょっと大きな金を出しました。これは日本の宮澤
政権に似ているなと思います。本質的な問題を隠
すために財政を使いましょう、というような感じ
がします。だから、RTCをつくろうということま
で議論が進んでないという感じがします。すべき
だと思いますけれども、進んでいないと思います。

つくったとしても、役割が資本注入ではないの
です。悪い資産とか悪化した資産を処分するとい
うことです。仮に例えば金融機関にいっぱいお金
が入って資本が充実されているとしても、実物資
産、すなわち住宅が動いていなければ、経済は活
性化しないのです。更地のままです。この間

題は資本注入では解決できない。資本注入とか、
資本を注入しながら実物資産を動かす、そういう
倫理の欠如を解決するような実体経済の措置も
必要ではないかと思うので、RTCとか公的資金
の注入ということだけでは解決策にならないと
思います。

司会 そうすると、長くかかりそうだという感じ
かもしれません。もう一つ、資本注入のところで
産油国や中国、シンガポールあたりの資本がかな
り入るということになっています。ただ、これら
の国々は必ずしも民主主義国家ではない。政府が
戦略的に使えるお金として入ってきている。その
ようなことについて、アメリカの金融界はどのよ
うな受け取り方をしているんでしょう。例えば
日本のみずほ銀行が助けるのとは違うと思うん
ですが。

フェルドマン 実は弊社モルガン・スタンレー
も中国のCICから50億ドルぐらい入れたのです
が、戦略的といっても、だれの戦略なのかという
ことを考えてもいいと思います。私は直接こうい
うことにかかわっていませんけれども、新聞によ
りますと、お金をいただきましょうという話は、
この問題が発生する前、昨年、前半からあったそ
うです。ですので、我々は会社として戦略的に中
国、アジア全体を使っていますから、当然、アジ
アの資本を使ってやるということではないかと思
います。

買われるのは嫌だという気持ちは、普通の人間
の気持ちかもしれませんが、我々の場合は、
むしろ世界経済、グローバルな企業ということで
あれば、グローバルの資本を入れてもいいのでは
ないかという考え方です。たまたま今回、そうい
う形でお金が入ったのですけれども、基本的に中
国の戦略か、我々の戦略かということは、ちょっ
とおもしろいところではないかと思います。

日本の場合、「外資嫌い」が本当に国のためになったのか、ということを考えるべきではないかと思います。シティバンクは非常にいい例だと思いますけれども、いまのことはわからないのですが、シティバンクは80年代後半、非常に困ったことになったのです。株価がダウンと下がってしまった。だれが買いに来たかという、サウジです。当時は、サウジが買うのは困るじゃないかという議論は多少あったかもしれないけれども、結局、どうってことないんですよ。むしろ共存関係が密接になってきたということですから、地球がそれによって安定してきたということではないかと思います。

これに関しては、アルバート・ハーシュマンという学者が書いた本が非常におもしろいと思います。経済思想の歴史を書いた本ですが、『*The Passions and the Interests: Political arguments for capitalism before its triumph*』（「熱意と利益」）というタイトルですが、すなわち資本主義はなぜ許されたのかということがテーマです。

16、17、18世紀の経済思想史の中で、果たして欲張りを中心とした資本主義を許していいのかという議論があったのです。「いいです」という人は、「王様が戦争ばかりやっているでしょ、それをとめるために違う強い利益をつくっておけば均衡するでしょ」という発想で、資本主義が導入されたわけです。

いまは、「ジオストラテジー」とか、そういうことが怖いからお金を入れないというのは、むしろ逆だと思うのです。むしろ世界の平和を保つために一緒にいろいろ事業をやりましょうよ、ということが正しいのではないかと思います。

関連したところですが、いま、穀物が大変じゃないですか。WTOは、輸入制限をなくしましょうということですから、輸出規制は関係ないのです。最近、ロシア、インド、中国など、いくつかの国が農産

物の輸出を禁止しているのです。あるいはロシアがエネルギーに関して価格交渉でうまくいかないと切るということをやっているのです。これは果たしていまの貿易ルールの中で許されるのかということです。ルール的には禁止してないから許されるかもしれないが、それで世界が良くなるのかということです。

そうしますと、ある意味で日本では長く使って悪名高い「持ち合い」も、すべて悪いわけではないと思います。いろんな観点から考えるべきではないかというのが私の意見です。

司会 石油とか農産物の需給の話をされました。ただ、我々は、これもサブプライムの絡みで、マネーの過剰流動性が債権市場なり株式市場から商品市場に回ったということのほうが大きいのではないかという議論もしてきているのですが、その辺はどうみられますか。

フェルドマン 投機的なお金はないとはいえませんね。しかし、どれだけの効果なのかということで、いろんな市場関係者の意見を聞きますと、いろんな意見があるのです。どこまでそういう流動性で市場がおかしくなってしまったのかということは、ちょっとわからないのですが、そういう投機的な動きがどの時代でもあったのですが、結局、経済のファンダメンタルズで価格が決まるということは、歴史の教訓ではないかと思います。

ですので、そういうお金が入ったということが本当に悪いのかといいますと、私はそうではないと思うのです。むしろ市場が乱高下するときに、本当のファンダメンタルズは何なのかを考えなさい、ということを市場がいつていると思うのです。だから、仮にそういうお金がいっぱい入って回っているとしても、「それは違うよ」とファンダメンタルズ的な観点を持っている人が入って

ショートをかけたりすると市場が安定する。むしろそういう刺激的な動きがないほうが危ないのではないかと思います。

司会 政界再編の話をされました。政界再編までいくかどうか、少し先の話、足元の“ガソリン税国会”と民主党はいつていますけれども、あの問題で、きょう、それをしのぐというか、つなぐための法案というのを自民党が出して、ひょっとすると国会が空転する可能性が出てきて、もしそういうふうにならば、あるいは何週間も国会空転というような事態になるとすれば、もう日本をあまりみなくなった外の投資家やマーケットはどういうことになるのかが心配なんです、その辺はどうでしょう。

フェルドマン 心配ですね。日本が株を売りにくい。お客さんに何をいうのかとちょっと心配しています。「日本を信頼しましょう。Don't give up」ということをずうっといつてきた人が、そういうことがあると、やっぱり顔をつぶされますよね。

ですが、問題は、国会が空転するかしらないかというよりも、日本がよくなるようなプロセスになっているかどうかということですね。ガソリン税に関する問題、特に道路特定財源の議論がなされなかったということがむしろ問題だと思うのです。2〜3週間空転して、それでは国民がいいか悪いかを決めようということで解決するということになれば、民主主義で、印象がいいのですが、結果として特定財源を残して高い税金という結果になったら、また日本が売られてしまうということではないかなと思います。

理想として、「環境」の観点から税金は残すべきだと思います。ただし、特定財源は毒だと思います。金の使い方を悪くするのです。道路特定財源もそうですけど、今度民主党がいつている、消費税を上げて、それを全部福祉に使いたいとい

うのも、やっぱり毒だと思いますね。「特定財源」になるのです。

だから、お金の使い方をよく考えていく必要があるのではないかと思いますね。一番いい決着は、税金とかガソリン税を残しておいて、特定財源を廃止する。しかし、これは政治問題としてあり得るかどうかという問題がありますね。

「特定財源＝腐敗」ということが、なぜもつとばかりメディアに出ないのかということが不思議ですね。民主党は、やっぱり自民党の政治基盤をつぶすためにこういうことをやっていると思うのです。しかし、そういう言い方はしない。なぜしないかといいますと、ある意味で政界も「持ち合い制度」だからですね。「スキャンダルの持ち合い」をしているのです。だからきついことはいえない。いったら、攻撃される。だから、形だけの議論にみえますね。

佐貫利雄（個人D会員） サブプライムローンの関連損失が、例えばシティ、モルガン、メリルリンチ、バンカメ、ベアー・スターンズといったような形で膨らんでいます。ことしの12月でどのくらいになると思いますか？それから来年の12月ではどのくらいだと思いますか？

次ぎに設備投資は、今年度が4.2%、来年度が4.1%、09年度が4.2%とおっしゃいました。その要因の一つとして設備投資のハイレベル化だとおっしゃった。フェルドマンさんはお触れになりませんでした、設備投資キャッシュフロー比率が、資本金10億円以上の会社で74.6%なのです。手金で全部できちゃって、しかも増加運転資金も全然借金しなくてもよろしいということですから、そういう財務的裏づけをもって設備投資が強気になっているのではないかと思います。

それから第3番目の要素としては、対米輸出、対中国輸出にブレーキがかかった場合、業種別に見て設備投資はどのくらい減るのか？

4 番目、海外生産のブレーキがかかれば、当然、設備投資は減ると思うのです。この4点からみて、どうご判断なされるか。設備投資が日本経済の景気を大きく左右するように思うわけでございますし、先ほどのサブプライムローンの問題も、かなり心理的に日本の経団連の皆さんにインパクトを与えたいと思います。

フェルドマン これから、どこがどれくらい損するかということは、もちろんだれにもわからないので、会計基準によって下がった市場にさらにライトオンしないといけないということだと思います。サブプライムに関して、全体のロスは大体2000億ぐらいではないかという推計があるということは、もうすでに2～3カ月前に出されていて、いまでもあまり変わってないのです。市場のサブプライムの証券評価をみてみますと、大体9割がゼロ価値だという前提で値つけになっていますから、相当いまの推計が正しいのではないかなという気はします。

S & L 危機も参考になります。というのは、S & L 危機が始まったときに、総額の推計は結構低かったのです。例えば500億とか1000億だったと思います。その後、それはグングン上がって、4000億か5000億ではないかというすごい数字が出たのです。しかし、結果として1500億でした。だから、本当にこんなすごい数字ですよということをいわれたときに、それは多分行き過ぎだろうと思ってもいいのではないかと思います。もちろん、いま、情報開示と計算の材料になる数字が多いから、もうちょっと正確なものができるのではないかと思います。すでにライトオフされた金額は2000億までいっていませんから、さらに少し数字が市場に出るのではないかと思います。

その後、何が起こるかという、実はそこまで損したわけじゃないよという情報修正も来年出てくる可能性もあると思います。

設備投資に関して、いろいろ質問がありましたけれども、自分のお金で設備投資をしているからいっぱいできるということをおっしゃいました。確かにお金を借りて設備をつくらないということは危ないところもあるから、余分に設備投資をしている可能性もあるのですけれども、さっきおっしゃいました I T 業界の中では価格の低下が非常に厳しいですから、そんな甘いことを考えてないと思います。むしろ、できる限り正確に需要を予測して出しているのではないかと思います。ですので、私はそこまで心配していません。

輸出が大きく低下して、設備投資が悪影響を受けるかどうかということですが、多少あるけれども、基本的に日本の CAPEX が強いとか設備投資が強いのは、労働のかわりに設備を使わないといけないということが背景ですから、業種別よりも、どういうものを買っているかということがポイントだと思います。やっぱり I T 化ですね。情報をうまく使えるような設備とか機械をいっぱい入れる。だから非常に全般的な設備投資が必要ではないかと思っています。

海外が弱くなったらどうなるかということですが、日本の企業は設備投資は非常に国際的にやっています。ですので、海外需要は海外でつくるところがありますので、海外の需要が弱くなったからといって国内の大きな設備投資の低下があるかというと、そうじゃないかなという感じがいたします。

岡田幹治（個人 D 会員・朝日新聞出身） アメリカ経済について、二つお尋ねしたい。1 つはサブプライム問題です。先ほどのお話だと、住宅の在庫がはければ、この問題は決着するようなお話でしたが、果たして本当にそんなふうに行くのでしょうか？ 景気が悪くなると、サブプライムローンよりももうちょっと質のいいローンのほうに延滞率が高まって、そういうことが繰り返されていって、やがてクレジットカードまで問題が波及

していくというような見方もあります。そのような見方について、どうお考えか？

もう一つは、サブプライムローン問題をきっかけにして、アメリカ経済というものがそもそも成り立たなくなってきたのではないかという見方もあります。つまり、バブルを次々つくって成長を維持し、株価を高くして外国から資金を集めて、それで成り立っていた。それがそもそも成り立たなくなってきたのではないのか。「釜がぐらぐら揺れている」のはアメリカ経済じゃないか、とも思うのですが……。

フェルドマン サブプライムですけれども、もうすでにサブプライム以外のところに転移しています。ですから、すでにそれが始まっているから、どうなるかという心配があります。あるいはクレジットカード会社の株価をみると、この問題が発生するだろうということは、すでにみえます。

なぜ私にそれがわかるかといいますと、実はモルガン・スタンレーが昨年、ディスカバーというクレジットカード会社と一緒にあったのですけれども、スピンオフしました。我々社員がいままで持っていたモルガン・スタンレー株を分けて、ディスカバーの株とモルガン・スタンレーの株に分けたのですけれども、年末の株価をみて、これは税金を払うために調べたのですが、ディスカバーの株価は半減しています。早く売ればよかったなと思ったんですけれども、半減しています。

だから、市場がすでにクレジットカードの悪化を織り込んでいる。少なくとも株式市場はそれを織り込んでいる、ということはいえると思います。全体に悪影響が大きく変わるということはあるかといいますと、私は、むしろ変わってほしいのです。貯蓄をしない消費者、将来を考えない消費者が多いということは、決して健全ではないのです。若干暗い時代があっても、次の時代の基盤をつくるためにそれは必要ではないか。学習効果に

なるということはむしろ正しいのではないかと思います。倫理の欠如があまりにもなかったのです。倫理の欠如でもいいよ、国が救いますよ、というような雰囲気だったので、それは直すべきではないかと思います。

しかし、基本的に米国のダイナミズムがこれによって終わったかといいますと、そうではないと思います。というのは、ITの発生がまだ物すごいし、いろんな新しい分野で新しい技術を応用しているということです。

一つの例を申しあげます。あしたからワシントンに出張に行きますけれども、友達と会いましょうということをEメールでやりとりしているのです。10年前はそういうEメールでさえできなかったもので、いまはできます。インフォメーションのやりとりが非常に速いのです。友達が「じゃあ、昼食ですから、私のオフィスの近くの何々屋さんというレストランで12時に会いましょう。予約をとります」ということをいったのです。きょうEメールをみたら、何々屋さんというレストランからWeb経由でEメールが入って、「あなたが12時にこの住所のこのレストランで予約が決まりました」と確認が入っているのです。だから、どこへ何時に行けばいいかということがわかっているわけです。これは1年前にはなかったものです。

ニューヨークタイムズのお見合いサイトも相当発達している。いろんな学者がどういう特徴を持っている人を一緒にすればいい結婚になるか、ということを勧めてやっている。恋愛結婚はうまくいかないということは大体みんなわかっていますから、もうちょっと特徴をもとにした統計的な背景のあるようなお見合いサービスをやりましょうと。そういうところまで技術が進んでいきますから、ダイナミズムは基本的に終わったとは思いません。

また海外の人をたくさん入れている。例えば、インドの非常に優秀な工科大学を出たような人が、

若いときアメリカに行って学位をとって、いま会長になっている。そういう人たちが相変わらずアメリカへ行きたがるということですから、アメリカのダイナミズムが終わったとは思えません。金銭的なところで失敗しているのは事実ですが、基本的なダイナミズムが終わったとは思いません。

いまのアメリカの民主党では、オバマかクリントンかという議論をやっている。非常におもしろい議論ですね。長い経験を持っている人を選ぶのか、希望を持たせる人を選ぶのか。で、どうみてもちょっとオバマのほうに移っている。だから国民の間には、相変わらず何か新しいことをやろうという気持ちがあるということです。

エネルギー問題も解決しないといけない。これも何か変わらなと思うのですが、体質が基本的に腐って、もうだめだということとはちょっと違うと思います。日本に関しても同じぐらい楽観的なことを思っています。

宇田信一郎（個人D会員・NHK出身） 実物経済とマネー経済がかなり遊離していると思う。アメリカもイギリスもGDPの中で金融の占める部分がかなり大きいので、そこでいろいろなルールをつくっている。デリバティブとかセキュリタイゼーションですね。日本のバブルのときはセキュリタイゼーションがなかったけど、今度の場合、セキュリタイゼーションで、サブプライムがGDPに対しては少ない割合であるにもかかわらず、非常に増幅された不安感を持ってくるわけです。

こういうことに関して、これを機に世界的にいいルールをつくっていくということをしていかなければいけないとも思うのですが、それについて、どう思われるか。

もう一つ、非常に心配しているのは、モノラインです。これが2兆2,000億かな？要するに、日本のGDPの40%ぐらいの保証をしているというわけですね。それをやっている大きな会社の株

がすでにもう6分の1ぐらいに減っている。そうすると、再注入しようとしてもなかなかしにくいのではないか。そのようなことを考えると、モノラインをうまく救えるかどうかというのは一つのキーポイントじゃないかと思うんです。それについて、フェルドマンさんはアメリカの政府を動かして何かやる可能性があるかどうかということをお聞きしたい。

フェルドマン 派生商品とか証券化とか、そういうことに関しては新しいルールをつくる機会であるし、実際につくると思います。というのは、大体大きな失敗をした後、新しいルールをつくるという典型的なパターンで、ほとんどの人はつくべきだと思っていますから、つくります。

ただし、今回、何が違うかというと、日本の金融庁、イギリス金融庁、アメリカ当局など、一緒になってつくろうよという雰囲気がいままでよりも強いような気がしますね。それはちょっと心強いところだと思います。同じルールをつくって、同じ基準で決めようということは非常に創造的でいいなという感じがします。

モノラインに関しては、やっぱりこれは国が介入するしかないというぐらい大きな問題ですが、条件はどうかということがある。だから、失敗した人たちのお金を補償しない、特に投資家、経営者、その人たちのクビをいただいてから注入するという条件があれば動けます。そういう条件が政治的な理由などでできないというのであれば、国民は反対すると思います。つまり厳しくやってもらいたいということです。

文責：編集部

2008年1月
日本経済
煽はごうごう、釜はぐらぐら

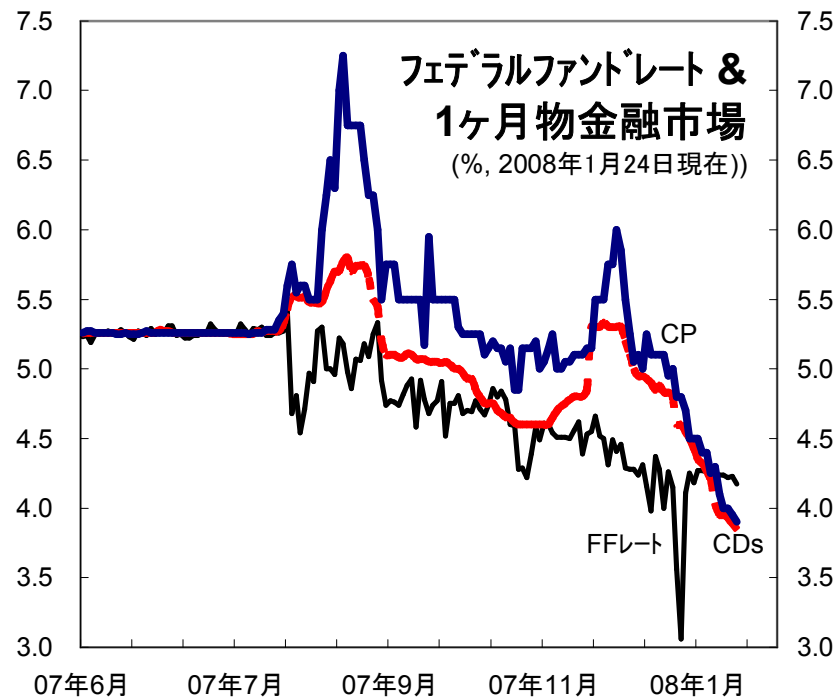
弊社経済見通し

経済予測：2007-2009年

	暦年				年度			
	2006	2007予	2008予	2009予	2006	2007予	2008予	2009予
GDP成長率	2.4	1.8	0.9	2.0	2.3	1.3	1.1	2.1
国内需要	1.6	0.9	0.5	1.7	1.7	0.3	1.0	1.7
外需（寄与度）	0.9	1.0	0.3	0.4	0.8	0.9	0.2	0.5
国内民間需要	2.7	1.2	0.8	2.2	2.7	0.4	1.3	2.2
民間最終消費支出	2.0	1.6	0.8	1.5	1.7	1.4	0.8	1.7
民間住宅投資	0.8	-9.6	-10.3	5.8	0.2	-14.5	-3.0	3.5
企業設備投資	4.2	2.2	3.2	4.3	5.6	0.6	4.1	4.2
民間在庫（寄与度）	0.2	0.0	-0.1	-0.1	0.2	-0.1	-0.1	-0.1
公的需要	-2.0	0.0	-0.3	-0.1	-1.8	-0.1	-0.1	-0.1
政府消費	-0.4	0.6	1.0	0.9	0.1	0.7	0.9	0.9
公共投資	-8.1	-2.7	-6.1	-4.7	-9.2	-3.9	-4.9	-5.0
財貨・サービスの輸出	9.5	8.0	4.1	5.3	8.2	7.6	3.6	6.4
財貨・サービスの輸入	4.2	1.7	3.0	4.5	3.0	1.8	3.5	4.6
GDPデフレーター	-0.9	-0.4	-0.2	0.2	-0.7	-0.5	0.0	0.2
CPI（コア）	0.1	0.0	0.4	0.3	0.1	0.2	0.3	0.4
名目GDP	1.4	1.4	0.7	2.2	1.6	0.8	1.2	2.3
経常収支（対GDP比%）	3.9	4.2	4.1	4.2	4.1	4.0	4.2	4.3
円・ドル為替レート	116	117	107	114	117	115	108	116
原油価格	66.2	72.6	79.7	83.1	64.9	79.6	78.4	84.0
鉱工業生産	4.8	2.8	2.4	2.0	4.8	3.0	1.7	2.3
世界成長率	5.2	5.1	4.3	4.9	-	-	-	-

予＝モルガン・スタンレー・リサーチ予測（2007年12月11日現在）

サブプライムと金融市場問題



主な論点:

1. 間違い

債務者, 債権者, 監督者

2. 金融市場の資本構成

BIS規制は機能しているか?

会計基準は適切か?

損失は軽減しているか?

3. 倫理の欠如 vs. 市場の安定

FRB/ECB は甘すぎる?

厳格すぎる? 早すぎる? 遅すぎる?

4. 実質経済への影響

住宅: どの程度, どれくらいの期間?

個人消費や景況感は?

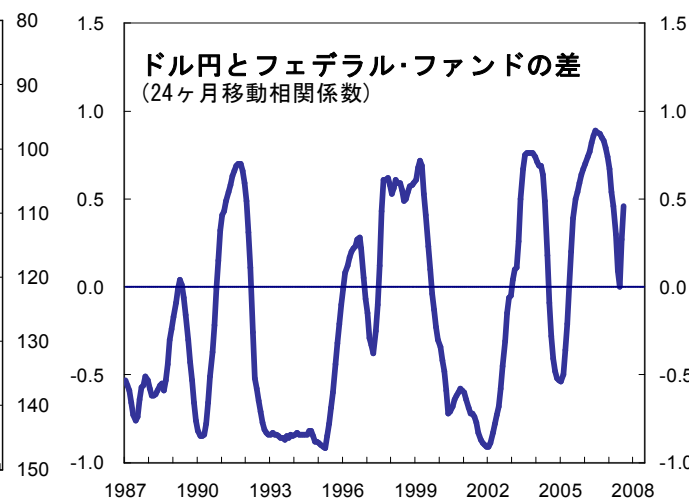
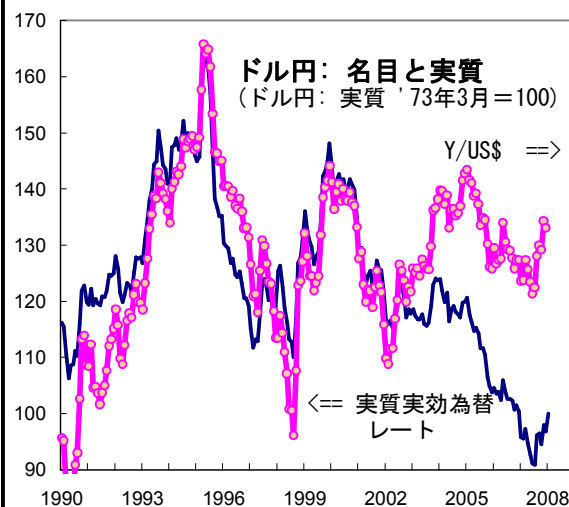
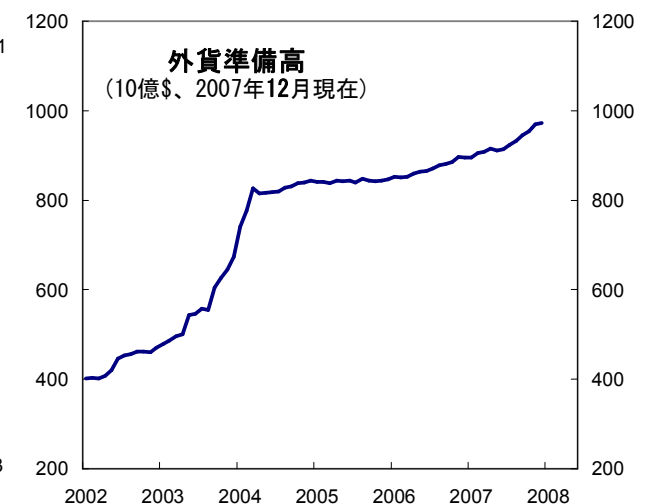
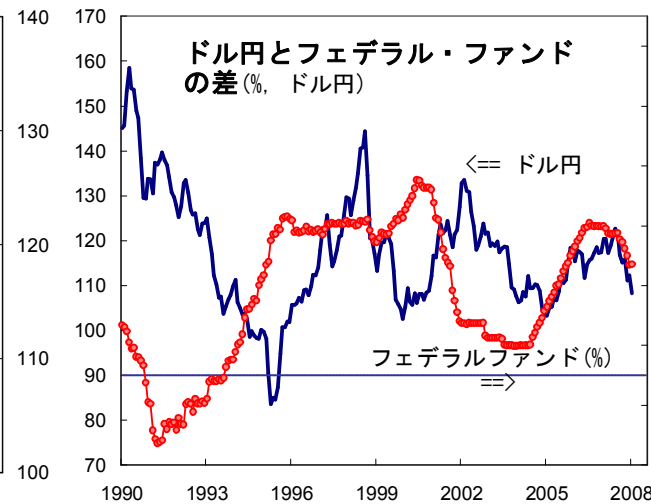
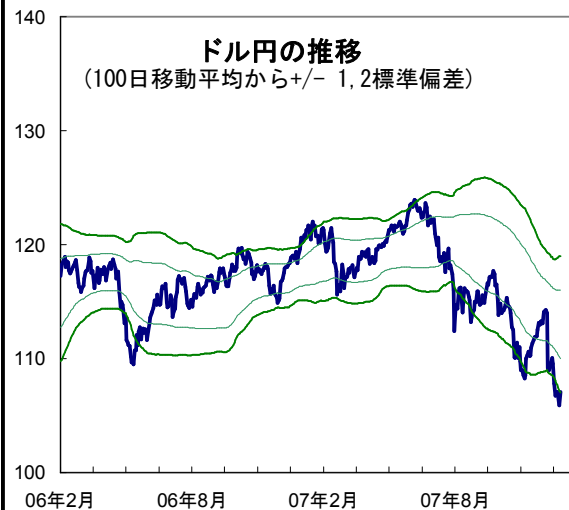
景気後退の可能性は?

5. 日本への影響

対日輸出, 世界的デカップリング

金利と為替

為替：名目 vs. 実質



単位：兆円

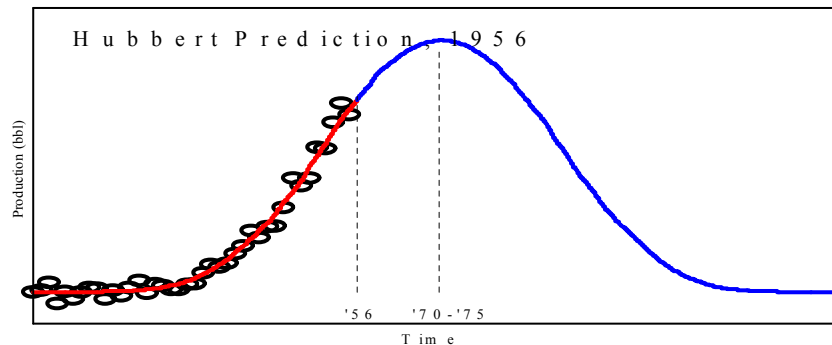
	3/31 2002	3/31 2003	3/31 2004	3/31 2005	3/31 2006
現金・預金	20.1	20.8	35.4	28.8	30.9
有価証券	36.2	44.5	60.0	70.3	74.8
その他資産	2.9	2.9	3.0	3.1	3.4
政府短期証券	48.8	56.6	83.5	94.8	97.4
その他負債	1.9	1.9	4.9	1.8	2.1
資産・負債差の計	8.5	9.6	10.0	5.5	9.6
合計	59.2	68.1	98.4	102.1	109.1

出所：財務省；データは翌年度末に公表。

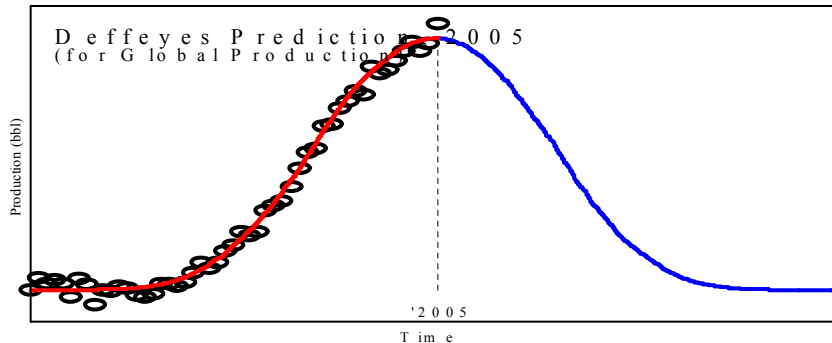
最終更新日：1/23/2008 出所：財務省、FAME、モルガン・スタンレー・リサーチ

原油：Hubbert理論と価格高騰

1956年、M. K. Hubbert氏は、米国最北部を除く48州の石油生産が1970年代初期にピークを迎えると発表した。事実、その通りとなった。



Hubbert理論を使って、多くの地質学者がいつ世界の石油生産がピークになるのか予測してきた。その答えの多くが2003-2009年だとしている。



石油の推定究極埋蔵量を約2兆バレルと考えると、石油生産量のピークは2003-09年と予測できる。中東地域全体の埋蔵量に匹敵する新たな大規模油田が発見されたとしても、ピークは2019年までしか延びない。

代替エネルギー：

天然ガス、石炭、オイル・サンド、重油、油頁岩、ウラン、水素

Kenneth Deffeyes著 "Beyond Oil: the View from Hubbert's Peak [Hill and Wang] 2005年" を参照

この分野で日本企業は、開発に積極的に取り組んでいる。

Sources: Hubbert's Peak, by Kenneth Deffeyes, Princeton University Press, 2001, and Albert A. Bartlett, "An Analysis of US and World Oil Production, Using Hubbert-Style Curves," on www.hubbertpeak.com

農業：グローバルと国内要因

• 世界的需要問題

- 人口動向, BRICs 食料需要
- 所得効果, 資産価値
- 健康や栄養事情
- エネルギー源としての農業

• 世界的供給問題

- 農業用地と労働力供給
- 技術と 遺伝子組み換え食品
- 農業界再編: 農場規模
- 環境と地球温暖化

• 世界的な食品流通問題

- 分配効率とエネルギー利用
- 農場、製造加工業者、販売業者のトレーサビリティ・システム
- 地政学（兵器としての食品）

結論:

日本は農業供給国として多大なチャンスを持っているが、潜在供給を実現するために農業の革命的な改革が必要。

さらに、国家安全のため、農業改革の失敗は深刻になる可能性がある。

農場規模：国際比較

ヘクタール/1戸当たり平均経営面積

日本（2005年）	
総農家	1.27
販売農家	1.76
EU 25カ国（2003年）	15.80
米国（2002年）	178.60

注：1.27ヘクタールとはアメフト競技場の20ヤードラインからゴールラインまでに匹敵する。

出所：2006年 農林水産統計
農水省, 統計局, p83.

市場はいずれかの方向に機能する

需 要 供 給

$$G^d = G^s$$

$$\frac{(G/M) \cdot (M/P) \cdot P}{\begin{array}{c} \text{↑} \quad \text{↑} \\ \text{green} \quad \text{blue} \end{array}} = \frac{(G/L) \cdot L}{\begin{array}{c} \text{↑} \\ \text{red} \end{array}}$$

需要と供給は競争関係にある。単位収量がすみやかに上昇しない場合、需要は人口増加と食肉/エネルギー消費増加を受けて供給を上回るであろう。

現実的な問題として、特に農産物のエネルギー利用に伴う需要増加を考えると、今後数年間における単位収量上昇は需要に追いつかないとみられる。したがって、食肉やエネルギーの価格と同様、商品市況は上昇しよう。

出所：モルガン・スタンレー・リサーチ

2008年1月

日本経済

煽はごうごう、釜はぐらぐら

食品 - 関連企業 > 売上高500億円 東証コード順

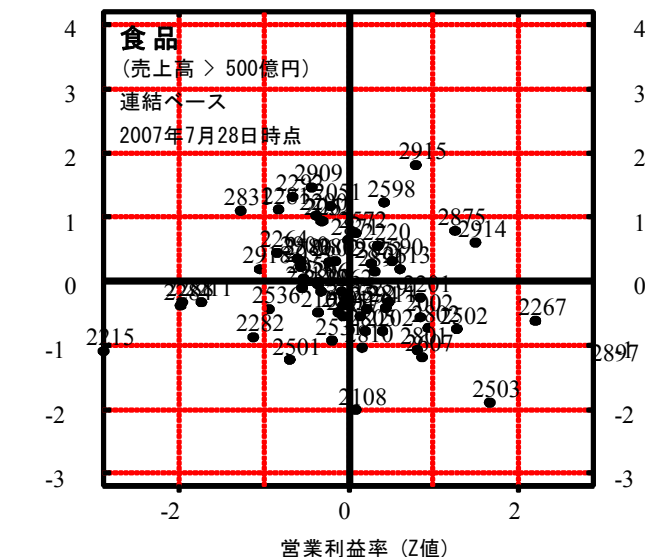
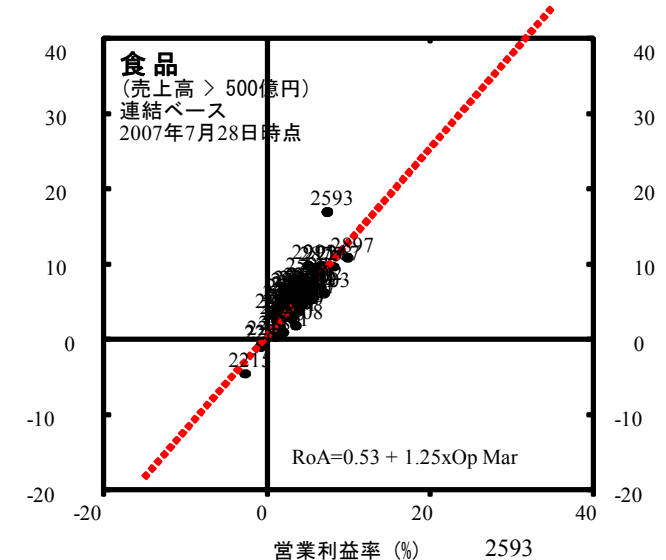
Sector: Big Food	TSE Code	Sales (Yn Bln)	Op (Yn Bln)	Prof (Yn Bln)	Op Marg (%)	Assets (Yn Bln)	Rec Prof (Yn Bln)	RoA (%)	D/E (x)	Empl (Per)	Op Mar Z.scr	AdjRoA Z.scr
1 NIPPON FLOUR MILLS	2001	227.4	7.3	3.20	204.0	7.6	3.74	1.00	2467	-0.12	-0.49	
2 NISSHIN SEIFUN GROUP	2002	421.4	22.2	5.26	399.9	24.8	6.20	0.40	5101	0.85	-0.56	
3 SHOWA SANGYO	2004	175.4	5.8	3.32	141.9	5.4	3.79	1.70	1612	-0.06	-0.54	
4 NOSAN	2051	116.4	3.5	3.00	58.2	3.6	6.20	1.60	1083	-0.21	1.17	
5 KYODO SHIRYO	2052	108.2	3.0	2.75	46.9	2.6	5.50	2.40	510	-0.33	0.94	
6 CHUBU SHIRYO	2053	94.0	2.1	2.25	58.4	2.2	3.71	1.10	512	-0.57	0.23	
7 NIPPON FORMULA FEED MFG.	2056	82.4	1.9	2.33	50.3	1.8	3.52	3.00	573	-0.53	0.05	
8 NIPPON BEET SUGAR MFG.	2108	52.9	1.9	3.64	101.8	1.8	1.78	0.70	701	0.09	-2.01	
9 MITSUI SUGAR	2109	73.7	2.0	2.66	71.7	2.2	3.06	0.70	737	-0.37	-0.49	
10 MORINAGA	2201	170.9	9.0	5.26	131.4	8.8	6.69	1.30	3202	0.85	-0.25	
11 MEIJI SEIKA	2202	382.4	16.5	4.30	348.3	16.2	4.64	1.20	6303	0.40	-0.78	
12 EZAKI GLICO	2206	261.0	7.0	2.68	212.7	8.1	3.80	0.70	4183	-0.36	-0.05	
13 FUJIYA	2211	84.8	-0.2	-0.24	49.1	-0.1	-0.30	2.00	1312	-1.74	-0.32	
14 YAMAZAKI BAKING	2212	749.2	17.1	2.28	536.8	17.3	3.21	1.50	21076	-0.55	-0.10	
15 FIRST BAKING	2215	56.6	-1.5	-2.68	32.7	-1.5	-4.60	2.10	1629	-2.89	-1.09	
16 KAMEDA SEIKA	2220	71.3	3.0	4.20	46.9	3.1	6.67	1.00	2973	0.35	0.55	
17 MEIJI DAIRIES	2261	710.9	20.0	2.81	361.1	20.2	5.59	2.10	7185	-0.30	0.94	
18 SNOW BRAND MILK PRODUCTS	2262	280.1	9.2	3.29	208.4	9.1	4.39	2.20	2763	-0.08	-0.15	
19 MORINAGA MILK INDUSTRY	2264	552.2	9.1	1.65	339.5	11.3	3.33	2.30	5815	-0.85	0.45	
20 YAKULT HONSHA	2267	267.7	21.8	8.13	328.6	31.8	9.67	0.40	14584	2.20	-0.62	
21 PRIMA MEAT PACKERS	2281	281.5	4.7	1.68	106.2	4.7	4.46	3.60	3100	-0.83	1.12	
22 NIPPON MEAT PACKERS	2282	963.7	10.1	1.05	591.4	2.3	0.39	1.00	15330	-1.13	-0.88	
23 ITOHAM FOODS	2284	517.3	-3.9	-0.76	243.1	-2.5	-1.04	1.00	5493	-1.98	-0.38	
24 MARUDAI FOOD	2288	207.9	-1.5	-0.72	118.8	-1.1	-0.90	0.90	2905	-1.97	-0.32	
25 YONEKYU	2290	138.4	3.6	2.63	66.8	3.7	5.51	0.80	2334	-0.39	1.03	
26 S FOODS	2292	92.7	1.9	2.05	46.6	2.4	5.26	0.50	1113	-0.66	1.33	
27 SAPPORO HOLDINGS	2501	435.1	8.6	1.98	589.6	5.9	0.99	4.20	4112	-0.69	-1.23	
28 ASAHI BREWERIES	2502	1446.4	88.7	6.13	1288.5	90.1	6.99	1.50	15280	1.27	-0.74	
29 KIRIN HOLDINGS	2503	1665.9	116.4	6.98	1963.6	120.9	6.16	0.90	23332	1.67	-1.90	
30 TAKARA HOLDINGS	2531	196.1	5.9	3.02	212.5	5.9	2.79	0.90	2923	-0.20	-0.93	
31 OENON HOLDINGS	2533	73.0	2.4	3.31	58.3	2.4	4.04	2.00	1009	-0.07	-0.38	
32 MERCIAN	2536	99.6	1.4	1.45	95.4	1.6	1.63	1.00	1300	-0.94	-0.44	
33 MIKUNI COCA-COLA BOTTLING	2572	128.6	4.7	3.62	74.2	4.7	6.30	0.20	1798	0.08	0.76	
34 SHIKOKU COCA COLA BOTTLIN	2578	56.9	1.9	3.38	48.2	2.1	4.27	0.10	960	-0.03	-0.29	
35 COCA-COLA WEST HOLDINGS	2579	327.8	12.3	3.76	304.9	13.2	4.34	0.20	8499	0.15	-0.55	
36 COCA-COLA CENTRAL JAPAN	2580	198.2	4.4	2.24	107.8	4.1	3.84	0.20	2850	-0.57	0.31	
37 DYDO DRINGO	2590	155.3	7.0	4.53	104.7	7.0	6.71	0.50	3127	0.51	0.32	
38 CALPIS	2591	120.4	5.4	4.45	97.5	5.4	5.56	0.70	1330	0.47	-0.33	
39 ITO EN	2593	288.1	21.1	7.31	121.3	20.5	16.93	0.60	5054	1.82	4.43	
40 KEY COFFEE	2594	52.2	2.0	3.91	50.4	2.4	4.70	0.30	1325	0.22	-0.44	
41 ASAHI SOFT DRINKS	2598	231.6	10.1	4.35	117.7	9.4	7.97	2.70	2077	0.42	1.23	
42 NISSHIN OILIO GROUP	2602	215.5	6.4	2.96	190.8	9.0	4.72	0.80	2551	-0.23	0.29	
43 FUJI OIL	2607	175.2	9.3	5.30	171.9	9.0	5.21	0.90	2992	0.87	-1.19	
44 J-OIL MILLS	2613	169.8	8.0	4.73	136.6	9.2	6.73	1.20	1122	0.60	0.18	
45 KIKKOMAN	2801	359.9	18.6	5.16	331.8	17.4	5.23	0.70	6422	0.80	-1.07	
46 AJINOMOTO	2802	1106.8	60.3	5.45	997.4	61.4	6.16	0.80	26049	0.94	-0.73	
47 S & B FOODS	2805	114.4	4.4	3.85	96.7	3.9	4.07	3.10	1439	0.19	-0.78	
48 Q.P.	2809	456.1	14.2	3.10	290.2	14.3	4.91	0.90	8805	-0.16	0.31	
49 HOUSE FOODS	2810	191.6	7.3	3.80	225.1	8.0	3.58	0.20	3750	0.16	-1.04	
50 KAGOME	2811	166.5	7.3	4.36	128.7	6.8	5.31	0.80	1808	0.43	-0.41	
51 HAGOROMO FOODS	2831	81.9	0.6	0.75	49.8	1.6	3.27	1.20	957	-1.27	1.10	
52 NICHIREI	2871	469.4	16.0	3.41	268.5	15.7	5.83	1.60	5603	-0.02	0.63	
53 KATOKICHI	2873	339.9	13.7	4.03	242.3	14.6	6.02	1.20	3645	0.28	0.27	
54 TOYO SUIAN	2875	325.7	19.9	6.12	223.3	21.2	9.47	0.50	3597	1.26	0.79	
55 ORIENTAL YEAST	2891	60.1	2.5	4.08	44.5	2.6	5.86	0.80	861	0.30	0.14	
56 NISSIN FOOD PRODUCTS	2897	321.7	32.0	9.94	366.8	39.5	10.78	0.40	6216	3.06	-1.34	
57 NAGATANEN	2899	63.1	1.7	2.76	48.9	1.8	3.73	1.10	1393	-0.32	-0.15	
58 MYOJO FOODS	2900	78.8	1.7	2.17	46.9	1.8	3.80	0.80	923	-0.60	0.34	
59 TOKATSU FOODS	2909	77.0	1.9	2.52	32.9	2.0	6.08	1.10	831	-0.44	1.47	
60 JAPAN TOBACCO	2914	4637.7	306.9	6.62	3037.4	297.8	9.81	0.70	31476	1.49	0.61	
61 KENKO MAYONNAISE	2915	50.1	2.6	5.11	25.6	2.5	9.88	2.90	701	0.78	1.81	
62 WARABEYA NICHIO	2918	136.0	1.6	1.21	58.8	1.4	2.35	1.40	1390	-1.06	0.19	

最終更新日: 7/29/2007

出所: 日経NEEDS、モルガン・スタンレーによる計算

RoA (%)

RoA (調整済Z値)



選挙結果と政策シナリオ

各シナリオの主要リーダー達

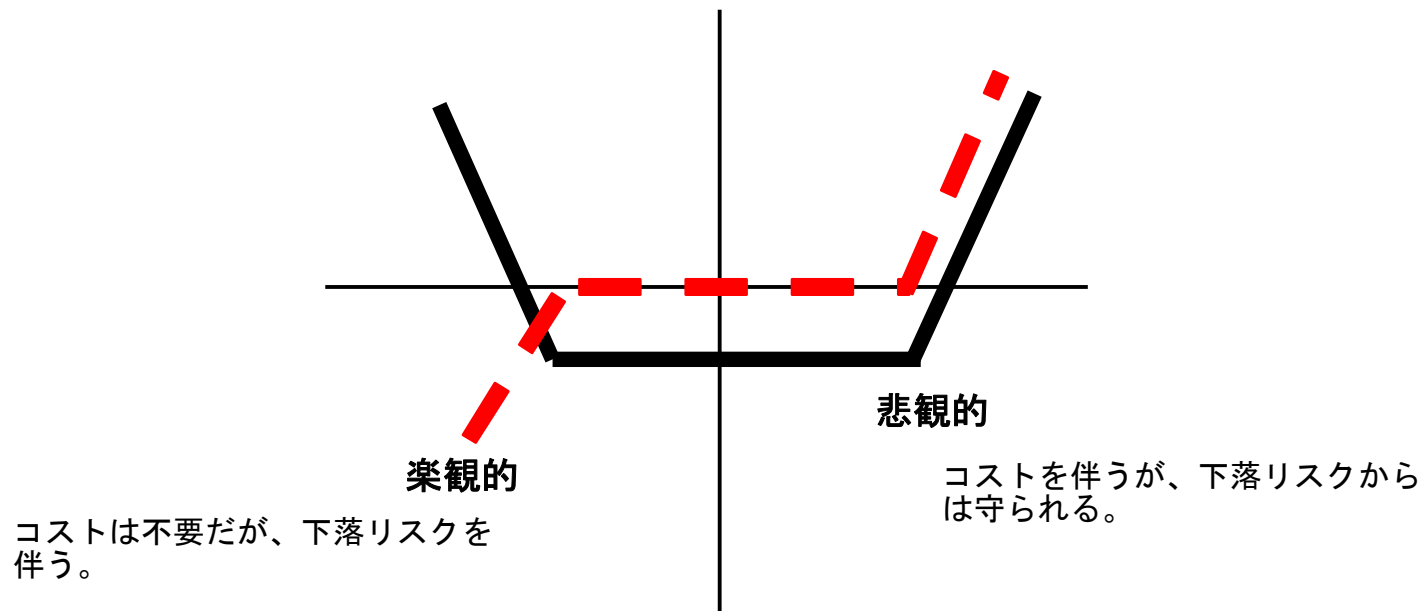
1. **改革の勝利:** 自民党及び民主党の一部が分裂し 新党を結成する。この新党は有権者から大変人気を博し、政策課題を推進する。
2. **大連立政権:** 2大政党は、痛みを伴う改革に取り組むことを怖がっている。その責任から逃れるため大連立政権を形成する。
3. **守旧派連立の勝利:** 政界再編後、両主要政党の守旧派が連立し、改革派は分裂する。1994年の自社さきがけ連立内閣樹立に類似。

前原誠司, 浅尾慶一郎,
小池百合子, 河野太郎,

小沢一郎, 福田康夫,
麻生太郎,

横路孝弘, 古賀誠,
伊吹 文明,

投資戦略



政界再編に楽観的ならば、コストレスのカラーを、
悲観的ならばストラングルを考慮する。